

23 settembre 2026

Lettera all'Imprenditore n. 437



Logiche negoziali in un processo di acquisizione



*“Non negoziamo mai per paura,
ma non abbiamo mai paura di negoziare.”*

John F. Kennedy

Secondo la XVII edizione dell'Osservatorio AUB (AIDAF, Università Bocconi e Banca Unicredit), più di un terzo delle aziende familiari italiane con ricavi superiori a 20 milioni di euro, sta affrontando o affronterà nel prossimo decennio il passaggio generazionale. Per una parte di esse la cessione o l'apertura del capitale diventerà un'opzione concreta da valutare, ma i loro imprenditori probabilmente non hanno mai affrontato negoziazioni di tale complessità, diversamente dalle loro potenziali controparti (gruppi industriali e fondi di private equity). Questa asimmetria di expertise può generare forti squilibri durante il processo negoziale e pertanto è necessario arrivare preparati a questo appuntamento, anche supportati da un team di esperti.

Il potere negoziale si costruisce prima di sedersi al tavolo

In un processo di acquisizione, il **potere negoziale** non dipende dall'abilità dialettica, ma dalle alternative. Roger Fisher e William Ury, dell'Harvard Negotiation Project, lo hanno sintetizzato nel 1981 nel principio Best Alternative to a Negotiated Agreement (BATNA), ovvero chi può permettersi di alzarsi dal tavolo, negozia meglio di chi non può farlo. Per chi vende, l'alternativa più forte è un secondo acquirente credibile; per chi compra è avere un altro target o la possibilità di crescita per linee interne.

Per chi vende la concorrenza tra potenziali acquirenti può quindi incidere significativamente sul risultato: la stessa impresa può assumere valori differenti a seconda dell'acquirente, delle sinergie attese, dell'orizzonte temporale dell'investimento e della struttura finanziaria dell'operazione. Mantenere aperte più alternative consente quindi al venditore di confrontare non solo le offerte economiche, ma anche i diversi progetti proposti.

In un processo di acquisizione è inoltre importante conoscere **la sequenza delle fasi**, perché i rapporti di forza possono cambiare nel corso del processo. Fino alla lettera d'intenti la concorrenza gioca a favore del venditore; con l'esclusiva la situazione si rovescia: il compratore diventa l'unico interlocutore, accede alle informazioni riservate e sa che una rottura costerebbe alla controparte mesi di lavoro, che andrebbero persi. Pertanto prima di concedere l'esclusiva è necessario definire: il meccanismo di prezzo, la quota pagata al closing e quella differita, il perimetro delle garanzie, il ruolo dell'imprenditore dopo la cessione.

In un processo di vendita anche la componente **psicologica** ricopre un ruolo importante. In un celebre esperimento (pubblicato nel 1990 da Daniel Kahneman, Jack Knetsch e Richard Thaler), chi aveva ricevuto come dono una semplice tazza di caffè chiedeva per cederla circa il doppio di quanto gli altri fossero disposti a pagarla (**effetto dotazione**). Nel caso di un imprenditore, che vende l'unica azienda costruita nel corso di una vita, questa componente psicologica può assumere una forza ancora maggiore. Sul fronte opposto opera il rischio della cosiddetta «**maledizione del vincitore**» descritta nel 1971 da tre ingegneri della Atlantic Richfield: in un'asta competitiva tende a prevalere chi ha sovrastimato di più il valore del bene. Da qui due regole: fissare a freddo la soglia di prezzo da non

superare, e ancorare il confronto a una valutazione difendibile, costruita su un Ebitda normalizzato e su valutazioni di mercato verificabili.

Prezzo e valore: il gap negoziale

In un'acquisizione, il prezzo concordato racconta solo una parte della storia. Il valore dell'impresa trasferita e il denaro che il venditore incassa effettivamente differiscono spesso per la posizione finanziaria netta, i vari aggiustamenti e le componenti differite o condizionate. In questo gap si concentra una parte significativa della negoziazione. Il rapporto elaborato dal CMS European M&A Study 2026, basato su 601 operazioni avvenute nel 2025, descrive l'Europa meridionale — Italia, Spagna e Portogallo — come una delle aree più attente alla tutela dell'acquirente: gli aggiustamenti di prezzo compaiono nel 67% delle operazioni, il 46% dei contratti prevede garanzie di durata superiore ai 24 mesi e il 29% una clausola di material adverse change, che consente di rivedere l'accordo in caso di eventi gravi tra firma e post closing. L'earn-out (la quota di prezzo legata ai risultati futuri) ricorre nel 35% dei casi, contro una media europea del 27%.

Dopo la lettera d'intenti comincia la seconda trattativa

La firma della lettera d'intenti viene spesso percepita dall'imprenditore come il momento in cui l'accordo è sostanzialmente raggiunto. In realtà, da quel momento inizia una fase altrettanto delicata: il compratore verifica una per una le ipotesi su cui ha costruito la propria offerta e ogni elemento inatteso può diventare un argomento per rinegoziare prezzo o condizioni di vendita. Il Dead Deal Report di Axial, piattaforma statunitense specializzata nelle operazioni sulle Pmi, ha esaminato 75 trattative interrotte nel 2025 dopo la lettera d'intenti e quasi la metà è naufragata per ciò che la due diligence ha fatto emergere: più di una su cinque per discrepanze nell'Ebitda e una su dieci per problemi di finanziamento. La preparazione dell'azienda alla cessione diventa quindi un fattore chiave per una negoziazione di successo: bilanci leggibili, un Ebitda normalizzato con le voci non ricorrenti documentate, contratti in ordine e posizioni fiscali e giuslavoristiche regolari. Un'irregolarità scoperta dal compratore in sede di due diligence, può trasformarsi in una richiesta di sconto, difficile da rigettare; la stessa problematica, se anticipata e quantificata dal venditore durante la

negoziazione della lettera di intenti, diventa invece un elemento già considerato nella struttura del prezzo.

Sul successo dell'operazione incide infine il **fattore tempo**, che in ogni acquisizione lavora contro l'accordo: ogni mese in più espone la trattativa a un cambio di scenario. Per questo la roadmap dell'operazione deve essere gestito con la stessa attenzione degli altri elementi contrattuali, prevedendo una scadenza per il closing e condizioni sospensive precise, comprese quelle di natura regolatoria.

In definitiva, una buona negoziazione non consiste necessariamente nello strappare l'ultimo euro, ma nel costruire un accordo che possa essere rispettato.

Benedetti&Co, grazie a un team di esperti, affianca gli imprenditori e il management delle aziende nei processi di acquisizione e di cessione: dalla strategia all'individuazione delle controparti, dalla valutazione dell'impresa alla preparazione del deal, fino al supporto nella trattativa e nella strutturazione di prezzo, componenti differite e garanzie.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Brescia

Via Guglielmo Oberdan 5/7
25128 Brescia
tel. +39 030 2054803
info@benedetti-co.it

Milano

Via Giacomo Zanella 41
20133 Milano
tel. +39 02 80505774
info@benedetti-co.it

Mumbai

INDIA – 400006 Mumbai,
Ajanta Building Flat 1.
LD Ruparel –
Marg. Malabar Hill
tel. +91 – 9820088817